宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

流动性拐点将至？资产价格怎么走？

——宏观策略周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2020 年 12 月 06 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

本篇报告通过历史数据分析流动性与资产价格的相关性及前瞻性。随疫情冲击后的经济修复，各分项缺口逐步填平。从 4-6 月，基建地产逆周期因子贡献主要增量，到 7 月以来，结构上转向消费、制造业增速开始转正，工业生产仍如火如荼，甚至处于 3 年内高点。随经济景气进一步验证，政策常态化节奏成为市场关注点。流动性拐点将至又将多大程度影响市场？本篇报告通过历史数据分析流动性与资产价格的相关性及前瞻性。

M1 （狭义货币）是流通中的货币加上单位活期存款。以官方定义：M1=M0+单位（企业、机关及其他团体）活期存款。

- **M1 的构成部分中主要的是以企业与机关团体代表的单位活期存款。**以 2020 年 10 月数据统计，单位活期存款占比 86.7%。而企业与政府部门的现金流情况，可见 M1 上升、下降对观测经济中企业及实体运行具备重要意义。
- **M1 领先工业品价格 9 个月，领先名义工业增加值 3-6 个月。**从最近 20 年的数据来看，M1 增速领先 PPI 同比 9 个月左右。工业作为经济动力引擎，其行业企业投产状况也是经济景气的主要映射。M1 上行表明企业投资投产意愿增强，经济景气上行，工业增加值增加，需求拉动工业品价格上行。

M2 为广义货币供给，多用来衡量货币供给量。官方定义：M2=M1+准货币（单位定期存款+居民储蓄存款+其他存款）。M2 是经由商业银行扩表创造的，M2 增速表征的是商业银行扩表的增量。

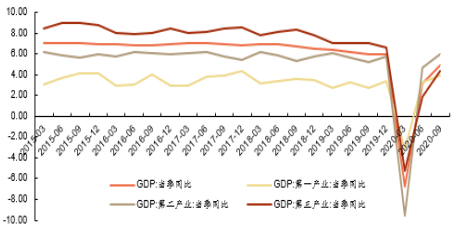
社会融资余额包括表内融资、表外融资、直接融资及其他融资方式。相比 M2 是商业银行经由扩表创造出来的，社融也包含了其他金融机构（非银及表外）对实体经济的融资支持。

- **经济主体（不论企业或个人）要么通过现金要么通过信用进行支付。**
- **M2 与社融是经济前瞻性指标。**经济主体获得信用支持，在 M2 或者社融得到体现，但不论是企业购买设备投资投产还是个人获得信用用于地产或汽车等再流通到其他经济主体中都需要时间。

从历史数据来看，每一轮 M1 与上证综指的拐点大体一致，在 M1 的下降周期内股市没有出现明显上行周期。M1-M2 对 10 年期国债到期收益率有一定领先性，但不稳定。M2（或社融）-名义 GDP 增长更多反映货币深化的过程，自上而下刻画了宏观流动性的宽裕程度，但对股价的领先性启示不强。

- **M1 一个完整周期大约 3.5 年，下行阶段的时间一般更长。**从 2000 年算起，M1 一共走了 5 个完整周期，粗略统计一个完整周期历时 3.5 年。M1 周期下行阶段的时间一般更长。除了第一个周期外，下行阶段的时间都更长。
- **从历史数据来看，每一轮 M1 与上证综指的拐点大体一致，在 M1 的下降周期内股市没有出现明显上行周期。本轮 M1 目前仍处于上行趋势中，但正逐步靠近本轮周期高点。**本轮周期上行已经过 1 年 10 个月。以往期 5 次上行周期持续时长短则 1 年长则 2 年 4 个月来看，正逐步靠近本轮周期高点。
- **M1-M2 对 10 年期国债到期收益率有一定领先性，但不稳定。**M1 可用以表征企业实体经济的现金流量，M2 与 M1 的差值为实体经济中存款的量，流动性充沛的情况下企业有闲置资金，有投向资本市场的能力与动力。
- **M2（或社融）-名义 GDP 增长更多反映货币深化的过程，自上而下刻画了宏观流动性的宽裕程度，但对股价的领先性启示不强。**

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《80-90 年代日本“双循环”的启示：——双循环系列报告之三》2020-11-30

2、《各分项继续向好 四季度出口仍值得期待：10 月经济数据点评》2020-11-18

3、《城镇化与消费升级下的内循环机会：——双循环系列报告之十四五政策倾斜》2020-11-09

4、《工业生产继续向上 消费恢复强度为下阶段关注点：9 月经济数据点评》2020-10-20

5、《经济结构化视角下的内循环机会：——双循环系列报告之一》2020-09-27

投资策略：关注短期 M1 继续上行对股市支撑及并警惕靠近高点的节奏。

风险提示：货币政策超预期收紧、经济及企业盈利修复弱于预期、地缘政治风险等。

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60
名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-5.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.40
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	6.55

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 流动性成市场关注点 3
1.1 M1 3
1.2 M2 4
1.3 社融 4
2. 流动性与资产价格相关性 5
2.1 M1 与上证综指 5
2.2 M1 同比-M2 同比与 10 年期国债 7
2.3 社融同比-GDP 同比与上证综指 8

图表目录

图 1： M1 同比领先 PPI 同比 9 个月 3
图 2： M1 同比领先名义工业增加值 3 个月 3
图 3： 社融结构 4
图 4： 2000 年至今 M1 经历 5 个完整周期 5
图 5： 在 M1 的下降周期内股市没有出现明显上行周期 6
图 6： 在 2016 年 9 月至 2019 年 1 月 M1 的下降周期创业板持续下跌 6
图 7： M1 同比-M2 同比与 10 年期国债到期收益率 7
图 8： M2 同比、社融同比与上证综指 8
图 9： M2（或社融）-名义 GDP 增长与上证指数 8

1. 流动性成市场关注点

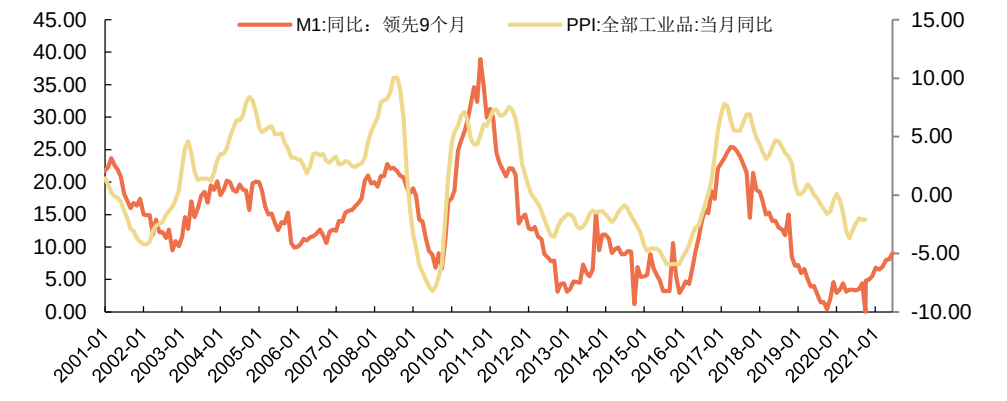
本篇报告通过历史数据分析流动性与资产价格的相关性及前瞻性。随疫情冲击后的经济修复，各分项缺口逐步填平。从 4-6 月，基建地产逆周期因子贡献主要增量，到 7 月以来，结构上转向消费、制造业增速开始转正，工业生产仍如火如荼，甚至处于 3 年内高点。随经济景气进一步验证，政策常态化节奏成为市场关注点。流动性拐点将至又将多大程度影响市场？本篇报告通过历史数据分析流动性与资产价格的相关性及前瞻性。

1.1 M1

M1（狭义货币）是流通中的货币加上单位活期存款。以官方定义：M1=M0+单位（企业、机关及其他团体）活期存款。

- **M1 的构成部分中主要的是以企业与机关团体代表的单位活期存款。**以 2020 年 10 月数据统计，单位活期存款占比 86.7%。而企业与政府部门的现金流情况，可见 M1 上升、下降对观测经济中企业及实体运行具备重要意义。
- **M1 领先工业品价格 9 个月。**从最近 20 年的数据来看，M1 增速领先 PPI 同比 9 个月左右。工业作为经济动力引擎，其行业企业投产状况也是经济景气的主要映射。M1 上行表明企业投资投产意愿增强，经济景气上行，工业增加值增加，需求拉动工业品价格上行。

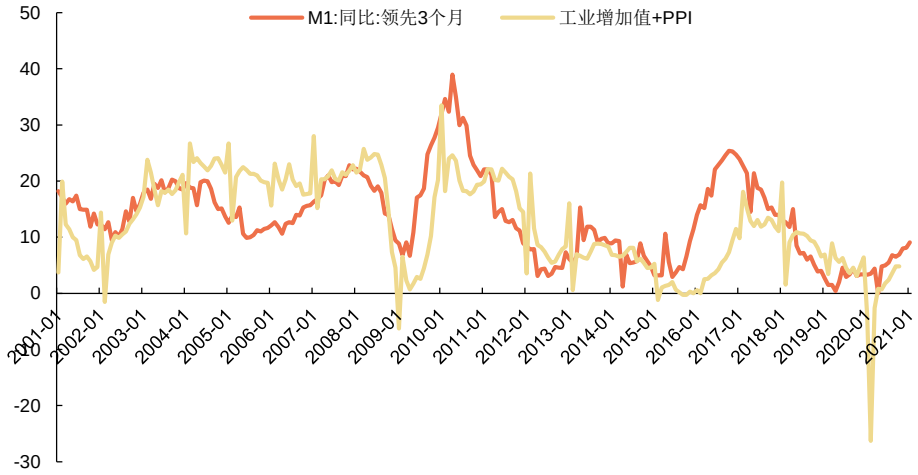
图1：M1 同比领先 PPI 同比 9 个月



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **M1 领先名义工业增加值 3-6 个月。**历史数据来看，M1 同比增速领先名义工业增加值（工业增加值+PPI）3-6 个月。

图2：M1 同比领先名义工业增加值 3 个月



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 M2

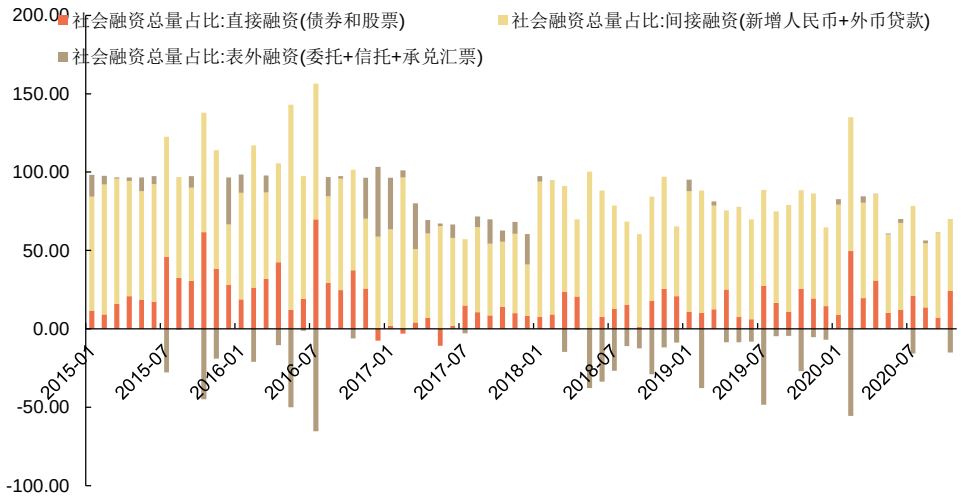
M2 为广义货币供给，多用来衡量货币供给量。官方定义：M2=M1+准货币（单位定期存款+居民储蓄存款+其他存款）。简单理解 M2 就是 M1 加上所有的存款。M2 是经由商业银行扩表创造的，M2 增速表征的是商业银行扩表的增量。

- **经济主体（不论企业或个人）要么通过现金要么通过信用进行支付。**一般来讲，现金源于收入，信用通过某一经济主体负债增加，以负债来完成支付，如果这个过程在负债增加的同时资产负债表上资产也对应增加，以商业银行扩表实现 ，那么对应 M2 增加；如果存款未增加，那么对应社融增加了。
- **M2 与社融是经济前瞻性指标。**经济主体获得信用支持，在 M2 或者社融得到体现，但不论是企业购买设备投资投产还是个人获得信用用于地产或汽车等再流通到其他经济主体中都需要时间。这个角度上看 M2 与社融可以作为经济领先指标。

1.3 社融

社会融资余额包括表内融资（人民币贷款、外币贷款），表外融资（委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票），直接融资（企业债券、非金融企业境内股票）及其他融资方式（地方政府专项债等）。

图3：社融结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

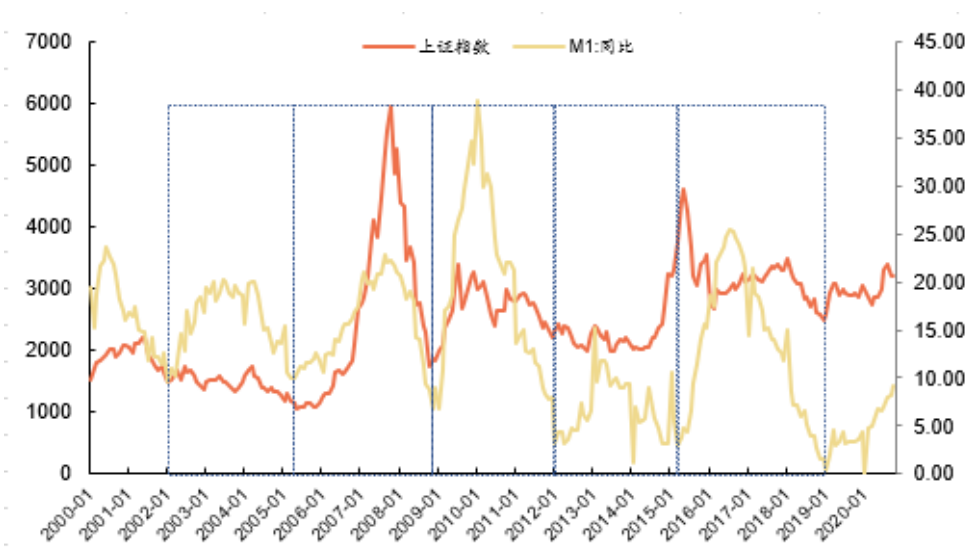
相比 M2 是商业银行经由扩表创造出来的，社融也包含了其他金融机构（非银及表外）对实体经济的融资支持。而且值得注意商业银行整体上是相对低风险偏好的，其他金融机构的风险偏好往往更高，比如房地产、城投基建和高污染高能耗等行业在银行业监管限额较严，难以取得信贷额度。尽管影子银行去化及金融监管带来非标萎缩，但从实体经济的融资需求强弱上仍值得关注。

2. 流动性与资产价格相关性

2.1 M1 与上证综指

M1 代表了经济系统内企业部门可使用的流动性规模。从资金流向来看，当该指标处于较高水平时，出于经营再投资需求企业未必用它来购买金融资产，但当该指标处于低位时，企业相对更不具备购买金融资产的能力与动力。

图4：2000 年至今 M1 经历 5 个完整周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **M1 一个完整周期大约 3.5 年。**以 M1 单个上行与接连下行看成划分为一个完整

周期。从 2000 年算起，M1 一共走了 5 个完整周期，第一个自 2002 年 1 月-2005 年 3 月，历时 3 年 2 个月；第二个自 2005 年 4 月-2008 年 12 月，历时 3 年 8 个月，第三个自 2008 年 12 月-2012 年 1 月，历时 3 年 1 个月，第四个自 2012 年 1 月-2015 年 3 月，历时 3 年 2 个月，第五个自 2015 年 3 月-2019 年 1 月，历时 3 年 10 个月，粗略看成一个完整周期历时 3.5 年。

- **M1 周期下行阶段的时间一般更长。**值得注意的是，一个完整周期中，上行阶段和下行阶段的时间不是均等的，除了第一个周期中，上升周期持续的时间明显长于下降周期外，其他几个周期中，下行阶段的时间都更长。

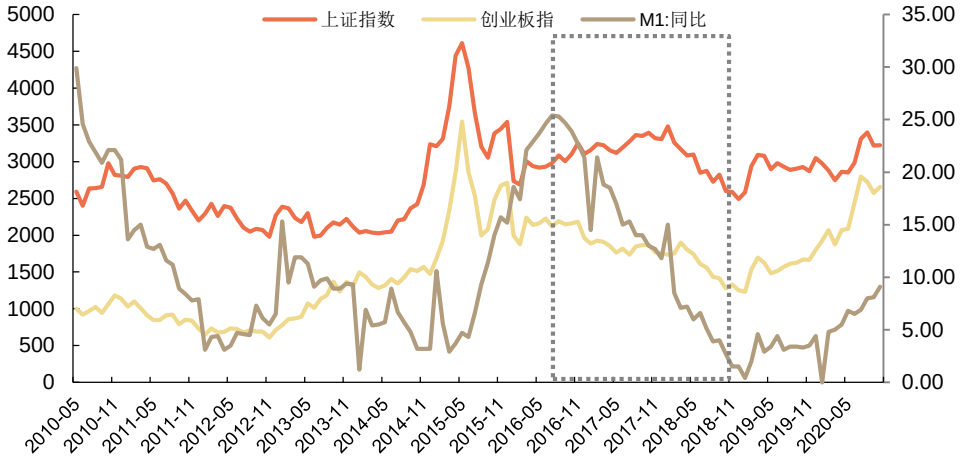
图5：在 M1 的下降周期内股市没有出现明显上行周期



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **从历史数据来看，每一轮 M1 与上证综指的拐点大体一致。**一方面 M1 对企业现金流情况与工业生产具有前瞻性，另一方面资本市场价格也在实体经济拐点前作出反应，总体来看流动性与资本市场价格趋势一致性较高。第二、三次 M1 周期的上行下行和股市的上涨下跌完美同步。第四次货币政策不稳定，导致股市在底部横盘了很久，最后在周期尾端突然拉起。股市行情持续到第四次货币政策周期的开端，然后在第五次货币政策周期的上行阶段，由于监管对场外配资一刀切，股市暴跌。而后股市指数有一段行情和 M1 周期背离，M1 早就进入了下行阶段，股市仍处于上涨趋势。但在 2018 年去杠杆阶段，股市难逃下跌趋势。

图6：在 2016 年 9 月至 2019 年 1 月 M1 的下降周期创业板持续下跌



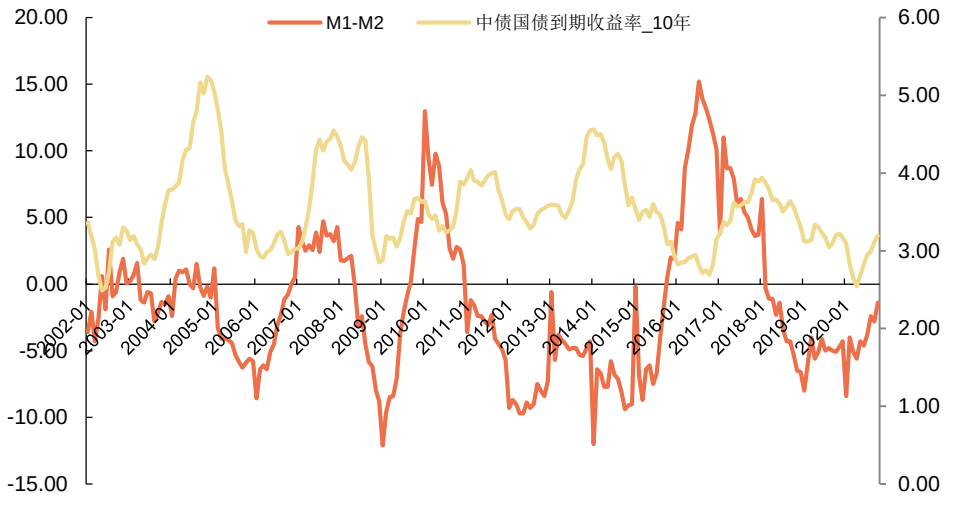
资料来源：Wind，申港证券研究所

- **本轮 M1 目前仍处于上行趋势中，但正逐步靠近本轮周期高点。**本次 M1 上行周期从 2019 年 1 月开始，至 2020 年 10 月已经过 1 年 10 个月。尽管目前仍处于上行趋势中，但以往期 5 次上行周期持续时长短则 1 年长则 2 年 4 个月来看，也正逐步靠近本轮周期高点转而下行。

2.2 M1 同比-M2 同比与 10 年期国债

M1 可用以表征企业实体经济的现金流量，M2 与 M1 的差值为实体经济中存款的量，流动性充沛的情况下企业有闲置资金，有投向资本市场的能力与动力。在宏观基本面分析的基础上，流动性也是影响债券收益率及走势的关键因素之一。不论是货币、债券、股票等市场都随资金流入量大小涨跌，因而流动性对市场短期走势影响重大。

图7：M1 同比-M2 同比与 10 年期国债到期收益率



资料来源：Wind，申港证券研究所

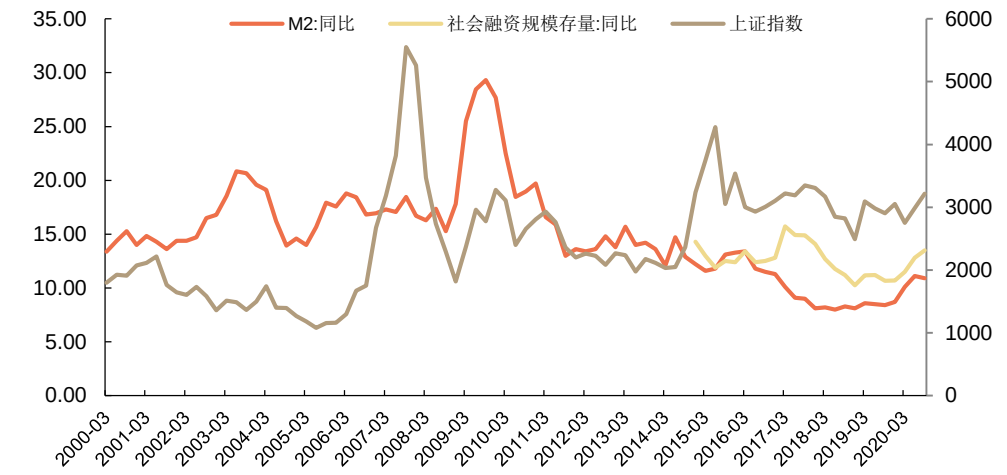
M1-M2 对 10 年期国债到期收益率有一定领先性，但不稳定。一方面，M1 同比-M2 同比对 10 年期国债到期收益率有一定领先性，但领先关系不稳定。另一方面，无论是 M1 还是非银存款，与债券市场收益率都没有明显且稳定的相关性。这可能源于流动性充沛的情况下向货币、股票、债券市场流向方向不确定，而债券市场和银

行体系流动性——超储/超额准备金率联系更为紧密。

2.3 社融同比-GDP 同比与上证综指

社融增速、M2 增速作为信用扩张观测变量与股价增长趋势一致性并不强。

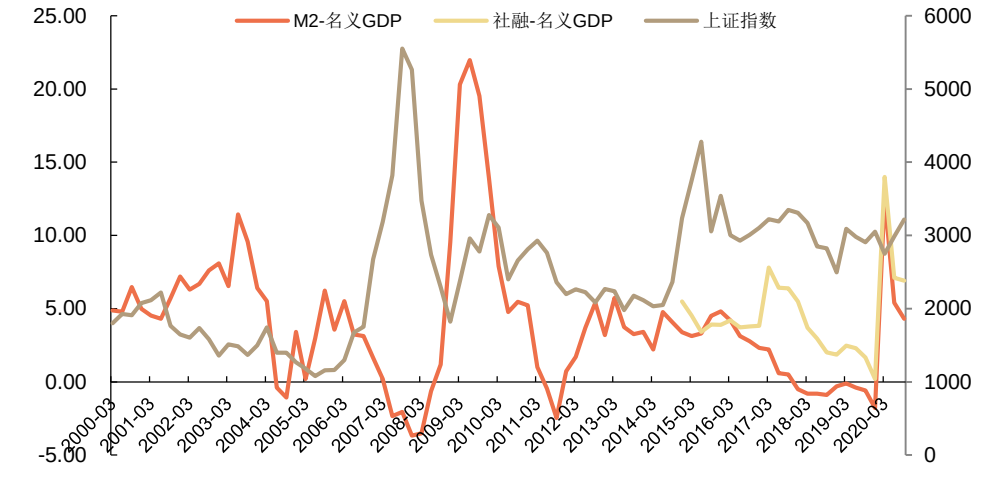
图8：M2 同比、社融同比与上证综指



资料来源：Wind，申港证券研究所

M2（或社融）-名义 GDP 增长更多反映货币深化的过程，自上而下刻画了宏观流动性的宽裕程度，但对股价的领先性启示不强。而随金融脱媒进程日渐加深，M2-名义 GDP 增长这个指标的意义会有所下降，采用社融增速-名义 GDP 合理性上升。M2（或社融）增长-名义 GDP 增长从自上而下的角度刻画了宏观流动性的宽裕程度。

图9：M2（或社融）-名义 GDP 增长与上证指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上